

公司研究 | 点评报告 | 黄山旅游 (600054.SH)

2025 年年报点评：客流稳健增长，期待东大门开启

报告要点

2025 年全年，公司实现营业收入 21.09 亿元，同比增长 9.23%，实现归母净利润 2.92 亿元，同比下降 7.15%。黄山旅游正迈入高质量发展新时期，成长动能充足。公司核心项目加速落地，东大门索道即将建成开放，有效串联主景区与东海景区，大幅提升景区承载与接待能力；区域交通持续优化，高铁网络不断完善，客流增量可期，为景区带来稳定客源支撑；酒店板块同步升级，北海宾馆改造后重新开业，国际航线不断扩容，入境旅游复苏有望缓解公司山下酒店经营压力。

分析师及联系人



赵刚

SAC: S0490517020001

SFC: BUX176



杨会强

SAC: S0490520080013



马健轩

黄山旅游 (600054.SH)

2026-04-23

2025 年年报点评：客流稳健增长，期待东大门开启

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

2025 年全年，公司实现营业收入 21.09 亿元，同比增长 9.23%，实现归母净利润 2.92 亿元，同比下降 7.15%。

2025Q4，公司实现营业收入 5.74 亿元，同比增长 10.52%，实现归母净利润 0.39 亿元，同比增长 29.49%。

事件评论

- **景区资源有偿使用费影响收入及利润。**2025 年公司收入端增长一方面系景区接待进山游客同比增长 4.99%，另一方面是景区资源有偿使用费核算方法变化所致；利润端承压主要系景区资源有偿使用费增加所致，2024 年公司为黄山管委会代收资源有偿使用费 8438 万元，2025 年公司将该费用计入营业成本，且资源有偿使用费合计 1.42 亿元，导致营业成本同比大幅增长 20.35%。
- **分业务看，剔除资源有偿使用费影响，公司景区业务同比大幅增长。**分业务看，2025 年公司酒店 / 索道及缆车 / 景区 / 旅游服务 / 徽菜业务收入同比分别 +7.99%/+17.37%/+21.92%/+12.13%/+1.09%，酒店与索道收入均受到资源有偿使用费影响，景区业务增长主要系景区有效购票人数及平均客单价增加所致，景区业务毛利率同样同比增长 7.06pct 至 46.46%。
- **盈利能力方面，管理费用率优化对冲毛利率下滑。**2025 年公司毛利率在资源有偿使用费影响下同比下滑 4.92pct 至 46.86%，但期间费用率有所改善，拆分看，公司销售费用率 / 管理费用率 / 财务费用率 / 研发费用率同比分别 +0.72/-1.25/+0.11/+0.04pct，销售费用率增长主要系广告宣传以及营销费用增加所致，在管理费用率大幅优化下，公司期间费用率同比下降 0.38pct 至 22.88%，部分对冲了毛利率下滑的影响，公司 2025 年净利率同比下滑 2.88pct 至 14.73%。
- **投资建议及盈利预测：**黄山旅游正迈入高质量发展新时期，成长动能充足。公司核心项目加速落地，东大门索道即将建成开放，有效串联主景区与东海景区，大幅提升景区承载与接待能力；区域交通持续优化，高铁网络不断完善，客流增量可期，为景区带来稳定客源支撑；酒店板块同步升级，北海宾馆改造后重新开业，国际航线不断扩容，入境旅游复苏有望缓解公司山下酒店经营压力。多重利好叠加，公司景区、交通、酒店三大业务协同发力，经营基本面持续向好，未来增长空间广阔。预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 3.44/3.72/3.99 亿元，对应 PE 分别为 26/24/22X，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、客流增长不及预期；
- 2、徽菜业务表现不及预期；
- 3、酒店板块项目改进节奏不及预期。

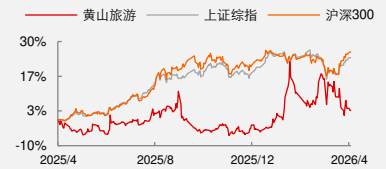
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	12.16
总股本(万股)	72,938
流通A股/B股(万股)	51,330/21,608
每股净资产(元)	6.55
近12月最高/最低价(元)	14.76/11.08

注：股价为 2026 年 4 月 22 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《2025 年三季度点评：项目多点开花，期待增长潜力》2025-11-11
- 《2025 年中报点评：进山游客稳健增长》2025-08-31
- 《2025 年一季度点评：进山游客大幅增长，期间费用率管控优秀》2025-05-09



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、客流增长不及预期。自然资源型景区公司营收及盈利能力修复均依赖国内旅游人次增长，考虑宏观环境压力，若居民旅游出行意愿不及预期，可能对与接待量直接相关的门票、索道业务营收及盈利能力形成压力。
- 2、徽菜业务表现不及预期。徽商故里是公司成长性来源、“走出去”战略先手，考虑大店模型爬坡时间整体偏长、扩张节奏有赖战略延续性，若门店运营成效及拓店进度不及预期，徽菜餐饮业务成长及盈利改善曲线斜率或偏低。
- 3、酒店板块项目改进节奏不及预期。公司旗下酒店部分项目处在改造升级过程中，项目推进顺利，按照计划投产，将会为公司带来可观收入业绩；若项目进展节奏不及预期，则可能导致公司错失潜在的盈利时机。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2109	2296	2444	2576	货币资金	1738	1680	1874	2022
营业成本	1121	1217	1297	1369	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	989	1080	1147	1207	应收账款	32	37	40	41
%营业收入	47%	47%	47%	47%	存货	55	248	131	162
营业税金及附加	29	31	33	35	预付账款	34	26	30	34
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	137	128	135	139
销售费用	82	92	98	103	流动资产合计	1996	2119	2210	2398
%营业收入	4%	4%	4%	4%	长期股权投资	162	157	154	144
管理费用	391	425	440	451	投资性房地产	25	31	40	51
%营业收入	19%	19%	18%	18%	固定资产合计	1626	1589	1588	1612
研发费用	4	4	4	4	无形资产	216	232	257	289
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	55	56	56	56
财务费用	5	0	0	0	递延所得税资产	18	18	18	18
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	2013	2275	2610	2857
加: 资产减值损失	-10	0	0	0	资产总计	6111	6479	6933	7427
信用减值损失	3	0	0	0	短期贷款	7	7	7	14
公允价值变动收益	24	0	0	0	应付款项	295	298	320	344
投资收益	-20	7	7	8	预收账款	1	1	1	1
营业利润	489	546	592	634	应付职工薪酬	120	131	139	147
%营业收入	23%	24%	24%	25%	应交税费	60	62	67	71
营业外收支	1	0	0	0	其他流动负债	260	240	257	276
利润总额	490	546	592	634	流动负债合计	743	739	791	854
%营业收入	23%	24%	24%	25%	长期借款	16	16	16	16
所得税费用	179	175	189	203	应付债券	0	0	0	0
净利润	311	372	402	431	递延所得税负债	40	40	40	40
归属于母公司所有者的净利润	292	344	372	399	其他非流动负债	332	332	332	332
少数股东损益	18	27	31	33	负债合计	1132	1128	1180	1242
EPS (元)	0.40	0.47	0.51	0.55	归属于母公司所有者权益	4778	5123	5495	5893
					少数股东权益	201	228	259	291
现金流量表 (百万元)					股东权益	4979	5351	5753	6185
	2025A	2026E	2027E	2028E	负债及股东权益	6111	6479	6933	7427
经营活动现金流净额	666	380	770	671					
取得投资收益收回现金	4	7	7	8	基本指标				
长期股权投资	23	5	3	10		2025A	2026E	2027E	2028E
资本性支出	-525	-452	-590	-553	每股收益	0.40	0.47	0.51	0.55
其他	-13	3	4	5	每股经营现金流	0.91	0.52	1.06	0.92
投资活动现金流净额	-510	-438	-576	-529	市盈率	28.30	25.77	23.84	22.25
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.73	1.73	1.61	1.50
股权融资	6	0	0	0	EV/EBITDA	8.80	10.10	9.04	8.32
银行贷款增加(减少)	22	0	0	7	总资产收益率	4.8%	5.3%	5.4%	5.4%
筹资成本	-154	0	0	0	净资产收益率	6.1%	6.7%	6.8%	6.8%
其他	-100	0	0	0	净利率	13.9%	15.0%	15.2%	15.5%
筹资活动现金流净额	-225	0	0	7	资产负债率	18.5%	17.4%	17.0%	16.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-69	-58	194	148	总资产周转率	0.36	0.36	0.36	0.36

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。